

プライベート市場インサイト

セカンダリー投資をコアに据えた エバーグリーン型プライベート・ エクイティ・ポートフォリオ構築

2025年5月



ジェイク・ウィリアムズ
ヘッド・オブ・インターナ
ショナル・オルタナティブ・
プロダクト



アーサー・トムソン
オルタナティブ・プロダクト
ストラテジー・スペシャリスト



はじめに

現在、プライベート・エクイティは、富裕層向け資産運用（ウェルス・マネジメント）市場において大きな転換点を迎えており、投資家やアドバイザーは、様々なサブ戦略への最適な資産配分を模索している状況です。「エバーグリーン型」と「クローズドエンド型」、両タイプのファンドの普及が進む中、投資の選択肢は広がり、ポートフォリオを構築する上で複数のメリットが生まれています。

本稿では、以下の2つの重要な側面に焦点を当てながら、プライベート・エクイティのセカンダリー投資をコア・サテライト型アロケーションモデルのコアに位置付けるアプローチをご説明します。

1. 投資のメリット：セカンダリー投資が魅力的なリスク調整後リターンを提供し得る理由
2. 導入の容易さ：セカンダリー投資がポートフォリオ構築をシンプルにする仕組み

「分散投資は金融における唯一の『無料のランチ』である」

ハリー・マーコウィッツ（ノーベル経済学賞受賞者）

プライベート・エクイティ市場の概要

プライベート・エクイティとは、非公開企業への直接投資（プライマリー投資）を意味し、事業の成長や最適化を通じて長期的な価値を創出することを目的としています。対象となる企業は、スタートアップ企業から成熟した大企業まで幅広く、業種や地域も多岐にわたります（図表1）。市場が発展するに従い、プライベート・エクイティのマネージャーはその専門性を高め、より高度な運用能力を備えるようになってきました。

こうしたプライベート・エクイティのプライマリー投資と並んで、セカンダリー投資も、確立された資産クラスとしての地位を築いています。セカンダリー投資は、既存のプライベート・エクイティ・ファンドの持分や資産ポートフォリオを売買するもの

で、当初の投資家に流動性を提供し、既存ファンドへの新たな参入機会を創出します。2024年12月の弊社レポート「[拡大するプライベート・エクイティ・セカンダリー市場に関する考察](#)」でもご紹介したように、この資産クラスを導入する投資家は増加し続けています。

図表1：プライベート・エクイティの投資領域

北 米		欧 州		アジア		その他の地域	
メガ・バイアウト	大型バイアウト	中型バイアウト	小型バイアウト	グロース		ベンチャーキャピタル	
テクノロジー	消費財	資本財	ライフサイエンス	金 融	エネルギー	その他のセクター	

プライベート・エクイティおよびセカンダリーに投資するメリット

プライベート・エクイティとセカンダリーの違いを理解することで、投資家やアドバイザーは、ポートフォリオ構築における各戦略の役割をより明確に認識できます。

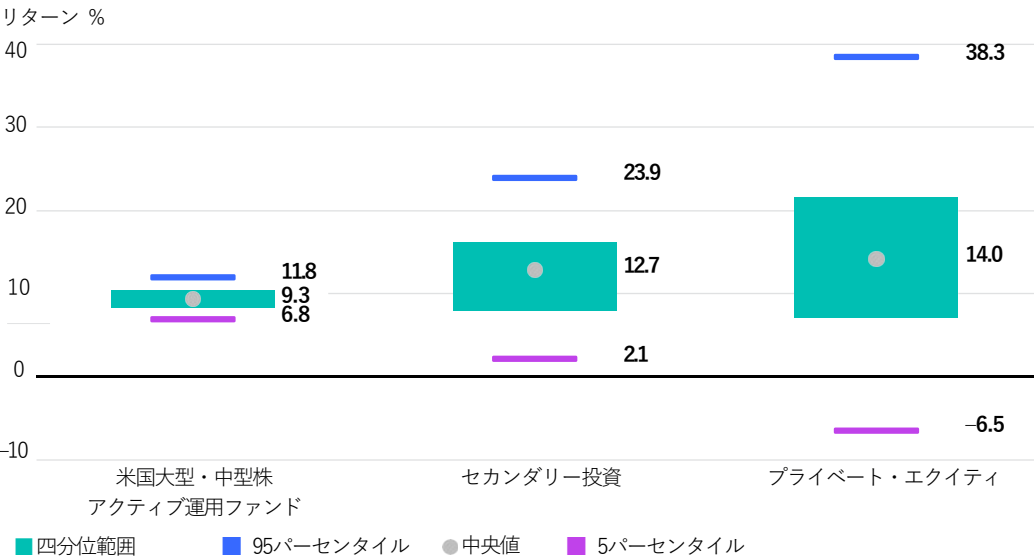
リターンのばらつきを抑制

プライベート・エクイティ戦略のパフォーマンスには大きなばらつきがあります。プライベート・エクイティ・ファンドの95パーセンタイルと5パーセンタイルのリターン格差は**4,400ベースポイント（bps）**を超えており、セカンダリー投資の**2,200bps**よりも大きくなっています。このばらつきは、プライベート・エクイティ・マネジャーが特定の業界や地域に集中することで、リスク要因が偏るために生じます。たとえば、テクノロジー業界に特化したマネジャーは最近アウトパフォームしている一方で、伝統的な小売業界へのエクスポージャーが大きいマネジャーはアンダーパフォームしています。

このようなリターンのばらつきを考慮すると、プライベート・エクイティ・ポートフォリオを構築する際には、複数の市場サイクルを乗り越えて優れたパフォーマンスを上げてきた経験豊富なマネジャーを選択することが、極めて重要です。セカンダリー投資は、**より幅広い分散投資**を可能にし、元本の保全性に優れ、過去において**より一貫したリターン**を実現してきた点で、有効な選択肢となり得ます。

セカンダリー投資：プライマリー投資よりもリターンのばらつきが大幅に小さい

図表2：プライベート・エクイティおよびセカンダリー投資、米国株式のリターンのばらつき
2024年9月30日時点



注：米国大型株・中型株アクティブ運用ファンドのリターンは、2005年1月1日から2024年9月30日までの年率換算リターンです。プライベート・エクイティ、セカンダリー投資、および伝統的株式は、投資目的、コスト・経費、流動性、安全性、元本やリターンの変動性、税制上の扱いなどの点で大きく異なります。セカンダリー投資およびプライベート・エクイティのリターンは、ビンテージイヤーが2005年から2018年までのファンドを対象に、2024年9月30日時点で算出した内部収益率（IRR）です。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものではなく、保証するものでもありません。重要なデータ提供者の情報および規約については、当社ウェブサイトwww.franklintempletondatasources.comをご覧ください。

マネジャー選定：パフォーマンスの一貫性を巡る問題

プライベート・エクイティは、セカンダリー投資と比べてリターンの変動幅が大きい
ため、投資家は運用マネジャーの実績を慎重に見極めることが重要です。また、プ
ライベート・エクイティ・ファンドでは、ビンテージ¹ごとのパフォーマンスにどの程度
一貫性があるかについても、慎重に評価する必要があります。

新たなビンテージのプライベート・エクイティ・ファンドに投資する際に、過去の
実績に過度に依存することには注意が必要です。以下の分析は、現在のビンテージが成
功しているマネジャーでも、次のビンテージがアウトパフォームする可能性とアン
ダーパフォームする可能性はほぼ同等であることを示しています。実際に、現在上位
25%にあるバイアウト・ファンドであっても、次のビンテージが上位25%にとどまる
可能性と、下位25%に沈む可能性が同程度となっていることが示されています。

図表3：2000年以降に設定
されたバイアウト・ファン
ドでは、過去の運用成績か
ら次のビンテージのファン
ドの成績を予測することは
困難

		現ファンドの運用成績ランキング					
		上位 25%	25-50%	50-75%	下位 25%	上位50%に入る確率	下位50%に入る確率
前 ビン テージ 運用 成績 ラン キン グ の ファン ド	上位 25%	24.0%	26.4%	25.6%	24.0%	50.4%	49.6%
	25-50%	26.2%	20.6%	34.1%	19.0%	46.8%	53.1%
	50-75%	22.6%	25.8%	30.1%	21.5%	48.4%	51.6%
	下位 25%	23.1%	41.0%	15.4%	20.5%	64.1%	35.9%

出所：R. S. Harris, T. Jenkinson ほか、「Has persistence persisted in private equity? Evidence from buyout and venture capital funds」、『Journal of Corporate Finance』、81巻、2023年、102361。本稿では、各ファンドのキャッシュフローをS&P 500トータルリターン指数に投資した場合のトータルリターン（PME：Public Market Equivalent）とIRRを比較し、ファンドの運用成績をランキングしています。

この傾向が大手プライベート・エクイティ・マネジャーにも当てはまるかを検証しま
した。図表4は、米国の大手マネジャー5社の旗艦バイアウト戦略の各ビンテージのパ
フォーマンスを、米国のバイアウト市場全体と比較したものです。ビンテージ間でリ
ターンに一貫性が欠如していることを改めて裏付ける結果となっています。

大手プライベート・エク
イティ・マネジャーでも
ビンテージ間のリターン
にばらつき

図表4：大手マネジャーでも
米国バイアウトのビンテ
ー
ジ・パフォーマンスは一様で
はない

2024年9月30日時点

プライベート・エクイティ・マネジャー					
ビンテージ	A	B	C	D	E
1997-99 年					
2000-02 年					
2003-05 年					
2006-10 年					
2011-14 年					
2015-17 年					
2018-20 年					

ファンドの運用成績ランキング：■ ビンテージなし ■ 上位25% ■ 25-50% ■ 50-75% ■ 下位25%

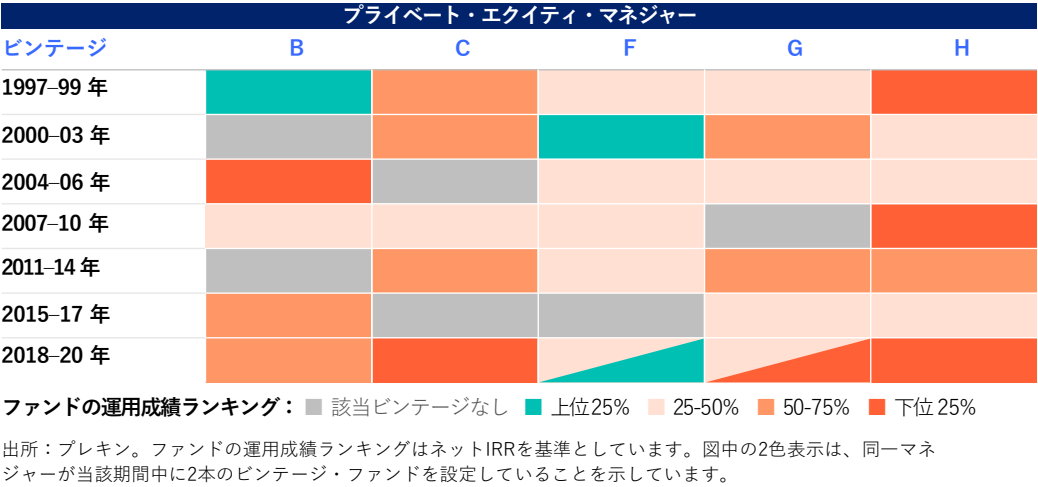
出所：ブレキン。ファンドの運用成績ランキングはネットIRRを基準としています。図中の2色表示は、同一マネ
ジャーが当該期間に2本のビンテージ・ファンドを有していることを示しています。

もう一つ留意すべき点は、ある市場で優れた実績を上げたことが、他の市場でも同様
の成績につながるとは限らないことです。米国の大手プライベート・エクイティ・マ
ネジャー5社のうち、2社は欧州市場に特化したバイアウト戦略を展開しています。次
ページの図表5では、これら2社の運用成績を、欧州の大手プライベート・エクイ
ティ・マネジャー3社および欧州のバイアウト市場全体と比較しています。ここでも、
マネジャー間で運用成績に差が見られる結果となっています。

1. ビンテージとは、ファンドが募集された年を指し、経済環境などにより、ビンテージごとに運用成績に違
いが生じる場合があります。

欧米の大手プライベート・エクイティ・マネジャーの欧州バイアウトのビンテージ・パフォーマンス

図表5：米国マネジャーの運用成績は必ずしも他の地域で実現できるとは限らない
2024年9月30日時点



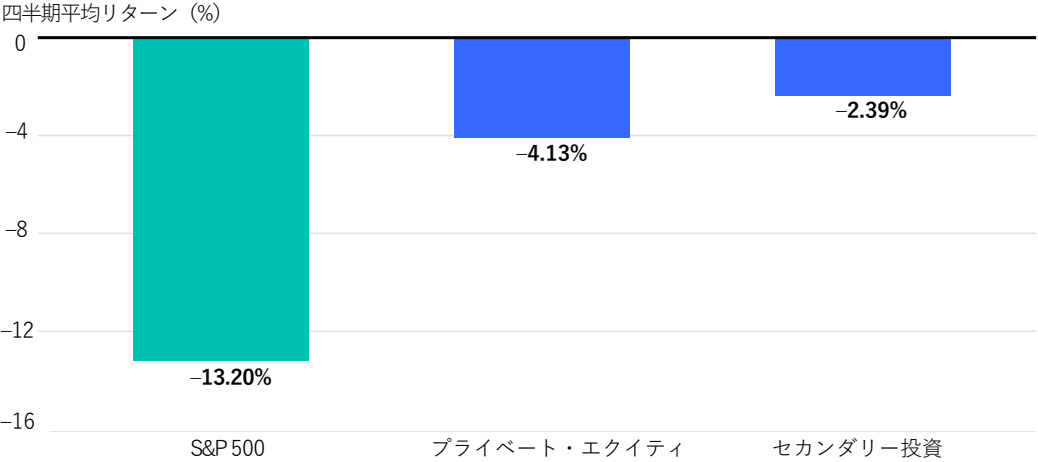
このようにビンテージや地域によってパフォーマンスにばらつきがあるため、プライベート・エクイティのコア・エクスポージャーを単一のマネジャーで構築することには注意が必要です。ある市場サイクルで優れた運用成績を上げたとしても、将来にわたり平均を上回る成果を保証するものではありません。

セカンダリー投資は、こうしたリスクを管理する有効な手段を提供します。複数のプライベート・エクイティ・マネジャーに分散投資することにより、特定のマネジャーへの集中リスクを軽減することが可能です。さらに、セカンダリー投資のマネジャーは、入手可能な最新情報に基づき、対象ファンドが保有する質の低い投資先の影響を考慮した上で、購入価格を交渉することができます。これは、ダウンサイド・リスクの抑制や、プライベート・エクイティ・マネジャー間のパフォーマンスのばらつきを抑えることに寄与します。

市場下落局面でも底堅いリターン

プライベート・エクイティおよびセカンダリー投資は、パブリック市場が下落する局面でも底堅い運用成績を上げてきました。過去のデータは、セカンダリー投資がダウンサイド・リスクをより大きく軽減する可能性を示しています。図表6が示すように、2004年7月以降でS&P 500指数の下落率が最も大きかった10四半期において、プライベート・エクイティの平均下落率はセカンダリー投資の約2倍でした。

図表6：S&P 500指数の下落率ワースト10四半期の平均パフォーマンス
2004年7月1日～2024年9月30日

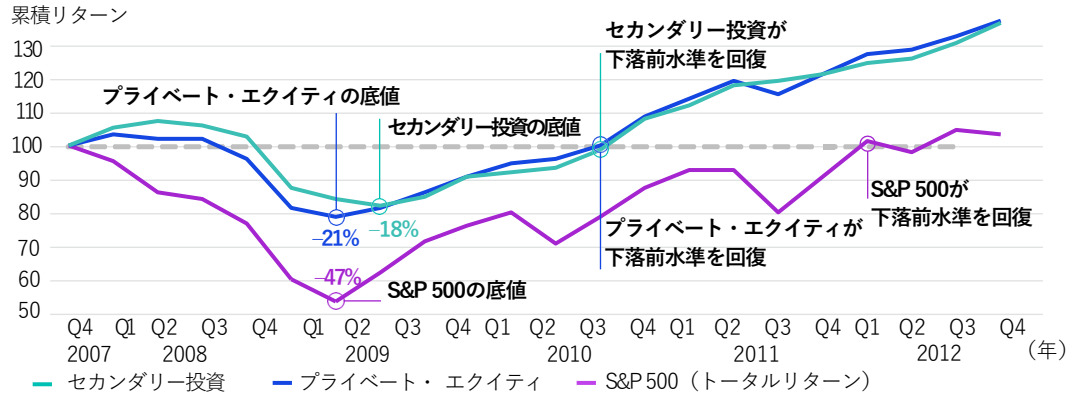


出所：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズ、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（SPDJL）、ブルームバーグ。フランクリン・テンプレトンによる分析。使用インデックス詳細：プライベート・エクイティ：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによる米国プライベート・エクイティ・ファンド（全カテゴリー）の検索結果、セカンダリー全戦略：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによるグローバル・セカンダリー（全戦略）の検索結果。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには運用手数料、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものではなく、保証するものでもありません。重要なデータ提供者の情報および規約は当社ウェブサイトwww.franklintempletondatasources.comをご覧ください。

世界金融危機とパンデミック後の株価下落という2つの大規模な市場下落局面を振り返ると、セカンダリー投資は、パブリック・エクイティ（上場株式）とプライベート・エクイティのいずれと比較しても、ダウンサイド・リスクの抑制効果が高く、下落前の水準の回復までの期間も相対的に短くなっています。

図表7：世界金融危機におけるプライベート・エクイティとセカンダリー投資のパフォーマンス

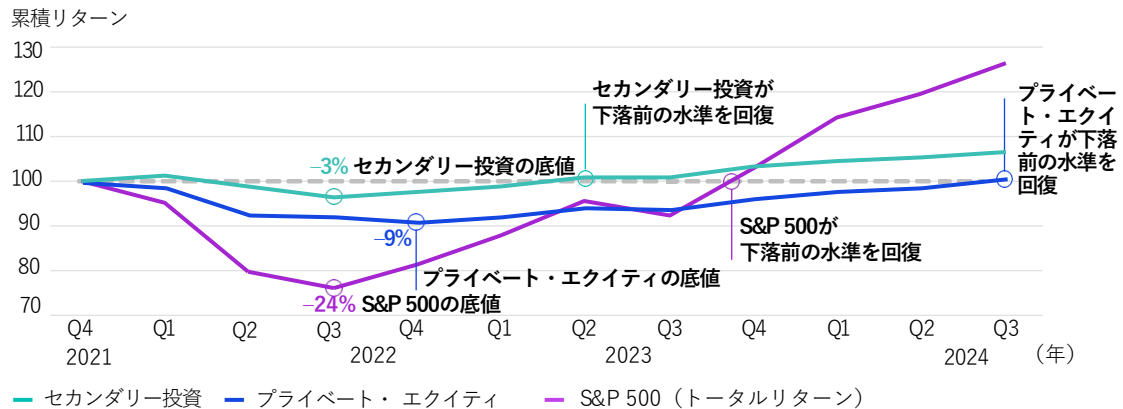
2007年第2四半期～
2012年第4四半期



出所：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズ、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス (SPDJ)、ブルームバーグ。フランクリン・テンプレトンによる分析。使用インデックス詳細：プライベート・エクイティ：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによる米国プライベート・エクイティ・ファンド（全カテゴリー）の検索結果、セカンダリー全戦略：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによるグローバル・セカンダリー（全戦略）の検索結果。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには運用手数料、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものではなく、保証するものでもありません。重要なデータ提供者の情報および規約は当社ウェブサイト www.franklintempletondatasources.com をご覧ください。

図表8：パンデミック後の市場調整局面におけるプライベート・エクイティとセカンダリー投資のパフォーマンス

2021年第4四半期～
2024年第3四半期



出所：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズ、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス (SPDJ)、フランクリン・テンプレトンによる分析。使用インデックス詳細：プライベート・エクイティ：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによる米国プライベート・エクイティ・ファンド（全カテゴリー）の検索結果、セカンダリー全戦略：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによるグローバル・セカンダリー（全戦略）の検索結果。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには運用手数料、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものではなく、保証するものでもありません。重要なデータ提供者の情報および規約は当社ウェブサイト www.franklintempletondatasources.com をご覧ください。

また、セカンダリー投資は、プライベート・エクイティよりもパブリック市場との相関が低く、ポートフォリオに対する分散効果をさらに高める可能性があります。

図表9：セカンダリー投資は伝統的資産に対して相対的により高い分散効果を提供
2024年9月30日までの10年間

	米国株式との相関	米国債券との相関
プライベート・エクイティ	0.65	0.07
セカンダリー投資	0.51	-0.16

出所：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズ、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス (SPDJ)、ブルームバーグ。フランクリン・テンプレトンによる分析。使用インデックス詳細：セカンダリー全戦略：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによるグローバル・セカンダリー（全戦略）の検索結果、米国株式：S&P 500 トータルリターン・インデックス、米国債券：ブルームバーグ・グローバル総合トータルリターン・インデックス、プライベート・エクイティ：MSCI プライベート・キャピタル・ソリューションズによる米国プライベート・エクイティ・ファンド（全カテゴリー）の検索結果。インデックスは運用されておらず、インデックスに直接投資することはできません。インデックスには運用手数料、経費、販売手数料は含まれていません。過去の運用実績は、将来の運用成果を示すものではなく、保証するものでもありません。重要なデータ提供者の情報および規約は当社ウェブサイト www.franklintempletondatasources.com をご覧ください。

セカンダリー投資がエバーグリーン型に適している理由

セカンダリー投資は、以下の特徴により特にエバーグリーン型との親和性が高いと考えられます。

- **魅力的なポートフォリオ分散効果**：マネジャー、ビンテージイヤー、地域、セクターでエクスポージャーを分散することで、ボラティリティを抑制できる可能性があります。
- **ブラインド・プール・リスクの軽減**：セカンダリー投資は、プライマリー・プライベート・エクイティ・ファンドと異なり、過去のパフォーマンスが確認可能な既存資産に投資します。
- **早期のキャッシュフローと複利効果の向上**：既存ファンドの持分に投資することで、比較的早期かつより頻度の高い分配金の再投資の機会が生まれ、長期的なリターンを向上させる可能性があります。
- **流動性管理**：プライベート・エクイティ市場への幅広いアクセスを通じて、継続的に資本を投下する機会が広がる可能性があります。

セカンダリー投資は、分散効果に優れるため、エバーグリーン型プライベート・エクイティ運用の強固な基盤となります。

結論：堅牢なプライベート・エクイティ戦略の構築に向けて

プライベート市場インサイト4月号「エバーグリーンかクローズドエンドか、単純な二択ではない」でもご説明したように、単一のエバーグリーン・ファンドを活用することで、プライベート・エクイティ・ポートフォリオを構築に伴う煩雑さを軽減することが可能です。しかし、最良のエバーグリーン型ファンドへの投資を求める投資家にとって、単一のプライベート・エクイティ・マネジャーに頼ることは、必ずしも最適な選択とは言えません。このアプローチでは、マネジャー1社にリスクが集中し、投資対象となるプライベート・エクイティ戦略の幅も限定されてしまう可能性があります。複数のプライマリー・ファンドに投資することで分散効果は高まりますが、オペレーション上の負担が増し、ポートフォリオに未投資領域や偏りが生じるリスクを完全には排除できません。

多くのエバーグリーン・プライベート・エクイティ・ファンドは、複数の地域およびセクターにわたる、マネジャーのプラットフォーム全体に広範なエクスポージャーを提供することを目指しています。しかし、前述のように、プライベート・エクイティ・マネジャーの運用成績は、時期や市場セグメントによって、一貫性が欠ける傾向があることを示しています。これとは対照的に、分散型セカンダリー投資のマネジャーは、セクター・地域を横断するポートフォリオを構築し、多様なプライベート・エクイティ・マネジャーへのエクスポージャーを提供します。このアプローチは、より高い分散効果をもたらす可能性があり、セカンダリー投資はエバーグリーン型プライベート・エクイティ運用において強固な基盤となります。十分に分散されたポートフォリオの構築を実現する鍵は、広範な市場をカバーするセカンダリー投資のマネジャーを選択することです。

一方で、プライマリー・プライベート・エクイティ戦略は、高い超過リターンが期待できる反面、リターンにはばらつきがあるため、特定の市場セグメントにおけるマネジャーの専門性に強い確信がある場合に限定して活用すべきでしょう。そのようなケースでプライベート・エクイティに投資するなら、クローズドエンド型ファンドの方が適している可能性があります。なぜなら、エバーグリーン型はレガシー資産（過去の投資案件）を保有していたり、マネジャーの中核的な専門分野以外の資産まで投資対象に含んでいたりとする場合があるのに対し、クローズドエンド型はより対象を絞った投資戦略をとれるためです。

寄稿者



トニー・ダビドー、CIMA®
シニア・オルタナティブ・
インベストメント・ストラテジスト
フランクリン・テンブルトン・
インスティテュート

あわせて、関連する記事もご参照ください。

プライベート市場インサイト： エバーグリーンかクローズドエンドか、単純な二択ではない

エバーグリーン・ファンド（オープンエンド型）とクローズドエンド型ファンドでは、プライベート市場へのアクセス方法に違いがあります。資産配分を最適化するためには、それぞれの特徴を理解しておくことが重要です。

PDFダウンロードはこちら



リスクについて

すべての投資には、元本を割りこむ可能性を含むリスクが伴います。

株式は価格変動の影響を受け、投資元本を割り込むことがあります。**債券**には金利リスク、信用リスク、インフレリスク、再投資リスクがあり、投資元本を割り込むことがあります。金利が上昇すると、債券の価値は下落します。**低格付けのハイイールド債**は、価格の変動が大きく、流動性が低く、デフォルトの可能性が高くなります。**変動金利付きのローンや債券**は、通常、投資適格未満の格付けであり、デフォルトのリスクがより高いため、元本を割り込む可能性があります。

オルタナティブ投資戦略の多くは、複雑で投機性があり、重大なリスクを伴うものであるため、完全な投資プログラムとみなされるべきではありません。オルタナティブ戦略への投資は、投資対象のプロダクトによっては流動性が限定される場合があります。投資した全額を失うことを許容できる投資家のみが適しているといえます。**プライベート投資**は、公開企業への投資とは対照的に、企業に関する情報入手が困難であったり、一般的な流動性が欠如するなど、一定の課題がありリスクも増加します。また、企業が発行した証券が証券取引所に上場される保証はありません。そのため、一部の投資には流動性の高いセカンダリー市場が確立されていない可能性があり、それが当該投資の市場価値や、投資家が望ましいタイミングや価格で売却する能力に悪影響を及ぼす可能性があります。

国際投資は、為替変動、社会、経済および政治面の不確実性など、特別なリスクが伴い、ボラティリティが上昇する可能性があります。アクティブ運用は、投資利益を保証したり、市場下落時の損失を回避するものではありません。

重要事項

本資料は一般的な関心事だけを対象とすることを意図しており、証券を購入、売却、または保有する、あるいは投資戦略を採用するための個別投資に関する助言または推奨、あるいは勧誘として解釈されるべきではありません。また、法的な助言または税務上の助言を意図するものでもありません。

本資料に記載されている見解は投資マネジャーの見解であり、コメント、意見、および分析は本資料の発行日時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。基本的な前提およびこれらの見解は、市場およびその他の状況に基づいて変更される場合があります、その他のポートフォリオ・マネジャーまたは会社全体の見解と異なる場合があります。本資料で提供された情報は、国、地域、または市場に関するあらゆる重要な事実の完全な分析を意図したものではありません。**過去のパフォーマンスは必ずしも将来のパフォーマンスを示唆または保証するものではありません。**

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・テンプルトンが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・テンプルトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての法域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の法域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプルトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

本稿で表明された見解および意見は、必ずしもブローカーやディーラー、または関連会社のものではありません。議論または示唆されたいかなる内容も、ブローカーやディーラーの方針、手続き、規則、ガイドラインに優先する、またはそれを回避することを認めるものではありません。

【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・テンプルトン（フランクリン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものです。その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・テンプルトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会